

O fideicomisso como facilitador do crédito na América do Sul

Andressa Biato Senra
Leonardo Botelho Ferreira
Marta Cunha da Cruz Machado
Themistocles Meneses Neto

O FIDEICOMISSO COMO FACILITADOR DO CRÉDITO NA AMÉRICA DO SUL

Andressa Biato Senra
Leonardo Botelho Ferreira
Marta Cunha da Cruz Machado
Themistocles Meneses Neto*

** Integrantes do Departamento de Comércio Exterior e Integração da América do Sul, da Área de Comércio Exterior do BNDES. Os autores agradecem os comentários e sugestões de André de Barros Rüttimann, Angela Regina Pereira de Carvalho e Rafael Caminha Marchesini.*

FINANCEIRO

Resumo

Este trabalho tem por escopo apresentar e discutir o fideicomisso, instituto do direito romano, que foi adaptado por diversos países da América do Sul para facilitar a obtenção de crédito destinado à execução de projetos de infra-estrutura. Na sua origem, o fideicomisso tem natureza de disposição testamentária, ou seja, faz parte do direito sucessório. Mas a possibilidade de transmitir a titularidade de ativos com a constituição de um patrimônio de afetação – uma característica do instituto – chamou a atenção de juristas para adequar as normas referentes ao fideicomisso a fim de viabilizar operações de natureza financeira.

A restrição de crédito, sobretudo na década de 1990, fez com que o fideicomisso fosse adotado na legislação de vários países da região. Atualmente, há mais de US\$ 60 bilhões em propriedade transferida para fideicomissos, entre os quais cerca de US\$ 14 bilhões destinados a investimentos públicos. Tal proliferação refletiu-se em algumas operações submetidas à Área de Comércio Exterior do BNDES, que traziam a figura do fideicomisso em sua estruturação financeira, permitindo investimentos superiores a US\$ 1 bilhão em infra-estrutura, até o momento. Novas operações apresentadas ao BNDES sob a mesma estrutura superaram o montante de US\$ 2 bilhões.

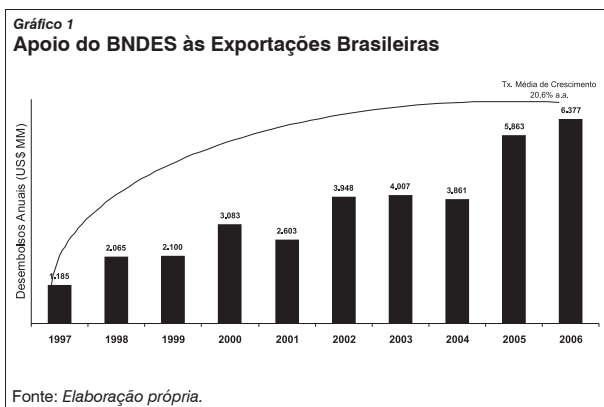
Dada a dimensão que a utilização desse instrumento vem alcançando e levando-se em conta que tal disciplina inexistia no ordenamento jurídico brasileiro, torna-se oportuno apresentar, em linhas gerais, como o fideicomisso é utilizado nos países sul-americanos, com exemplos extraídos de financiamentos do BNDES. Busca-se ainda apresentar algumas disposições que tratam do patrimônio de afetação no Brasil e como a adoção de alterações na legislação poderia fomentar investimentos em infra-estrutura.

Introdução

Em 1991, o BNDES incorporou a suas atribuições o apoio à exportação de bens e serviços brasileiros. Desde então, a economia local passou por diversas mudanças, com efeitos importantes sobre os fluxos de comércio do Brasil com o exterior. Entre essas mudanças, destacam-se as seguintes:

- a) abertura comercial da década de 1990;
- b) criação do real;
- c) controle inflacionário através da âncora cambial;
- d) livre flutuação do real; e
- e) períodos de variação significativa na relação cambial, com forte depreciação cambial (1999 e 2002), alternada com forte apreciação cambial (2000-2001 e pós-2003).

Apesar das alterações observadas no ambiente vinculado ao comércio exterior, o BNDES consolidou-se como um dos mais importantes financiadores das exportações brasileiras, sobretudo de bens de capital e serviços de engenharia de construção. Em 2006, os desembolsos da Área de Comércio Exterior atingiram o valor de US\$ 6,4 bilhões, representando 26,4% do total das liberações do BNDES e 4,6% do total das exportações brasileiras no exercício. No Gráfico 1, é apresentada a evolução do apoio do Banco à exportação de bens e serviços brasileiros nos últimos dez anos.



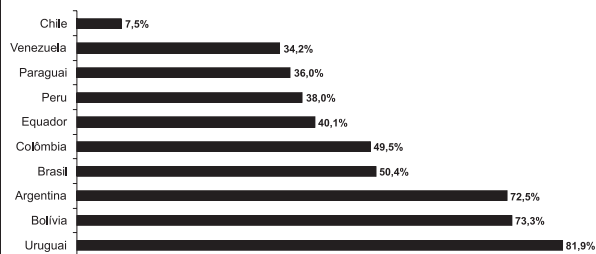
Esse período de atuação do BNDES no apoio às exportações brasileiras também foi marcado por fortes crises especulativas envolvendo países emergentes. Essas crises caracterizaram-se por retração de linhas de crédito externas, aumento dos prêmios de risco para esses países e fuga de capitais. Entre 1995 e 2001 diversos países atravessaram períodos de alta volatilidade macroeconômica, entre os quais o México, a Rússia, países do Sudeste Asiático, o Brasil e a Argentina.

Para tornar suas economias menos vulneráveis a crises financeiras internacionais, diversos países emergentes adotaram mudanças em seus regimes cambiais e recorreram aos organismos internacionais, comprometendo-se, em troca, a fazer ajustes fiscais rígidos a fim de manter a capacidade de honrar seus compromissos. Mesmo após ajustes fiscais, o grau de endividamento das economias sul-americanas, com exceção da chilena, continua elevado hoje em relação a sua capacidade de pagamento, conforme é possível verificar no Gráfico 2.

Superado o período de turbulência no mercado financeiro internacional, os governos sul-americanos dedicaram seus esforços à constituição das bases necessárias para crescer de forma sustentada. Primordialmente, fazia-se imperativo reduzir o grau de dependência das economias sul-americanas perante as economias extra-regionais. Para isso, adotaram-se como prioridades os grandes investimentos em infra-estrutura que deveriam ser realizados, principalmente nos setores de transporte, energia e telecomunicações.

No entanto, como poderiam os governos locais realizar os investimentos necessários com os altos níveis de endividamento público e as restrições fiscais a que estavam submetidos pelos acordos firmados com os organismos internacionais? Se, por um

Gráfico 2
Endividamento Público dos Países Sul-Americanos em 2005
(% do PIB)



Fonte: FMI.

lado, a difícil situação fiscal da maioria dos países restringia a disponibilidade de recursos de investimento público em infra-estrutura, por outro, a crise econômica deteriorava a situação econômico-financeira de parte das empresas que atuavam em infra-estrutura, fossem estas estatais ou privadas. Por esse motivo, qualquer nova injeção de recursos nessas empresas seria automaticamente absorvida para aliviar suas frágeis estruturas de capital, servindo dívidas contraídas anteriormente.

Como resultado dessas restrições, alguns países procuraram desenhar alternativas de financiamento para atrair a participação de capitais privados, desenvolvendo instrumentos que reduzissem a preocupação dos investidores com o desvio desses novos recursos para outra finalidade que não fosse a implementação ou a recuperação da infra-estrutura local. Para tanto, fazia-se necessário criar uma via que separasse os novos fluxos de investimento dos passivos já existentes, nas empresas afetadas pela crise.

Foi nesse contexto que alguns países sul-americanos realizaram alterações na legislação que regula o fideicomisso, um dos mais antigos institutos jurídicos, derivado do direito romano. Essas modificações permitiram a criação de um marco regulatório que levou à execução de projetos que, de outra forma, seriam pouco atrativos ao setor privado.

O “fideicomisso sul-americano” guarda semelhanças com o *trust*¹ e serve como instrumento para segregar ativos e para canalizar o recebimento de recursos privados e aportes governamentais. Além da vantagem jurídica de proteger o fluxo de caixa de um investimento dos riscos a que pode estar sujeito o patrimônio da empresa beneficiária, o fideicomisso elimina possíveis conflitos de interesse durante a execução do projeto, confere transparência na gestão dos recursos e centraliza a tomada de decisões envolvendo os investimentos em infra-estrutura.

A partir do fim da década de 1990, sobretudo, tem sido observado um número crescente de operações submetidas ao BNDES cujo objeto é a exportação de bens de capital e serviços de engenharia destinados à implementação de projetos de infra-estrutura e que envolvem um montante relevante de recursos.

Em sua maioria, as operações são estruturadas com a participação de órgãos governamentais sul-americanos e, nesse contexto, contam com garantia de cobertura de riscos políticos de seguro de crédito à exportação. O risco comercial, associado aos projetos privados, conta também com garantia prestada por instituições financeiras brasileiras ou internacionais.

¹O *trust*, derivado do sistema jurídico anglo-saxão, pressupõe a separação e a transferência de um patrimônio a uma terceira pessoa, para que esta possa exercer a administração desse patrimônio conforme instruções expedidas pelo proprietário original.

Na avaliação do risco dessas operações, as seguradoras e instituições financeiras consideram, para a concessão da garantia, a segurança jurídica e a estrutura financeira desenhada para cada um desses empreendimentos. Nesse aspecto, a constituição de fideicomissos viabilizou grande parte das operações que o BNDES tem apoiado através do financiamento às exportações de bens e serviços brasileiros.

O objeto deste trabalho é analisar como o fideicomisso é utilizado em projetos de infra-estrutura na região como meio para mitigação dos riscos envolvidos e, principalmente, como facilitador do crédito na América do Sul. O estudo é dividido em quatro seções, além desta introdução e de uma conclusão.

A primeira seção será dedicada a explicar a origem, o conceito e a estrutura do fideicomisso, bem como sua classificação.

A segunda seção será dedicada a desenvolver os tipos de fideicomisso mais utilizados em operações que necessitam de grande volume de recursos, como as operações de investimento em infra-estrutura.

Na terceira seção, serão apresentadas algumas operações realizadas no BNDES em que a utilização de fideicomissos tenha integrado a estruturação e a concessão das garantias tradicionalmente exigidas pelo Banco.

A quarta seção terá o escopo de comparar o fideicomisso com outros instrumentos utilizados na estruturação financeira de projetos no Brasil e verificar que condições seriam necessárias para que esse instituto pudesse ser aplicado também no país, como forma de viabilizar investimentos em infra-estrutura.

Fideicomisso

Histórico

De forma simplificada, a estrutura do fideicomisso pode ser definida como aquela em que uma pessoa física ou jurídica transfere temporariamente a propriedade de determinados bens ou direitos para outra pessoa física ou jurídica, até atingir determinado fim ou por um prazo determinado. Cumprida a finalidade ou o decurso do prazo previamente estabelecidos, aquele que detém a propriedade temporária deve transferir os bens a terceiro ou devolvê-los ao proprietário original.

Segundo um conceito mais elaborado, o fideicomisso pode ser definido como o negócio jurídico por meio do qual uma pessoa (chamada de fideicomitente) transfere a propriedade resolúvel² de determinados bens ou direitos a outra (fiduciário) para realização de um fim determinado, a favor de uma terceira pessoa (fideicomissário).³

²Por propriedade resolúvel, entende-se a propriedade sujeita a condição ou termo resolutivo, ou seja, é a propriedade temporária, que se extinguirá num momento futuro.

³A conceituação de fideicomitente, fiduciário e fideicomissário, bem como seus direitos e deveres, serão abordados mais adiante.

A origem do instituto está no direito romano, do qual surgiu como um meio para que as pessoas de passagem por Roma e outras impedidas por lei de serem herdeiras pudessem receber bens em herança. Os bens eram incorporados ao patrimônio de uma pessoa especialmente designada (que poderia ser remunerada ou não) até que certa condição fosse cumprida (o alcance de certa idade, por exemplo), com o fim de que o herdeiro ou legatário pudesse recebê-los.

Daí o termo fideicomisso, que deriva do latim *fides commissus*. *Fides* significa fé ou confiança e *commissus* significa comissão ou encargo.

O fideicomisso nasceu, dessa forma, vinculado a disposições de última vontade (*post mortem*). Entretanto, ainda no direito romano, os fundamentos do instituto foram utilizados também com outros objetivos: havia a figura do *fiducia cum amico*, em que o bem era transferido para que fosse administrado sob instruções do proprietário original, e do *fiducia cum creditore*, em que o fiduciário tinha o bem como garantia do seu crédito.

Nos dias de hoje, essas últimas modalidades podem ser identificadas em instrumentos semelhantes aos contratos de gestão de negócios e mandato, por exemplo, e ao penhor e à propriedade fiduciária (o nome “fiel depositário” deriva do conceito inicial).

O fideicomisso, no direito moderno, manteve sua característica de instituto do direito sucessório, mas, em diversos países, houve a adaptação de sua estrutura básica para outros usos, refletindo a recepção e a incorporação da figura do *trust*, a ponto de atualmente constituir um importante instituto de financiamento, ampliação de crédito e de mobilização de ativos que, por sua natureza, não circulariam.

O Brasil não implementou essas alterações no fideicomisso e manteve sua função originária de sucessão. É o que se extrai da leitura do Código Civil Brasileiro, art. 1.951:

pode o testador instituir herdeiros ou legatários, estabelecendo que, por ocasião de sua morte, a herança ou o legado se transmita ao fiduciário, resolvendo-se o direito deste, por sua morte, a certo tempo ou sob certa condição, em favor de outrem, que se qualifica de fideicomissário.

No direito positivo argentino, por exemplo, a Lei 24.441, de 24 de dezembro de 1994, alterou o Código Civil do país e expressou, em seu artigo 1º, o conceito legal de fideicomisso:

Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

A lei argentina ampliou, portanto, a utilização do fideicomisso para além das questões hereditárias. Não obstante, as disposições encontradas nos artigos 14 e 15 da lei argentina são as que melhor sinalizam a transformação do instituto tradicional, que justifica o presente estudo:

Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. (...) (Artigo 14)

Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude (...) (Artigo 15)

A característica fundamental do fideicomisso presente na legislação de alguns países sul-americanos é, portanto, a transmissão de bens que faz o fideicomitente ao fiduciário, com a atribuição, pela lei, do *isolamento do patrimônio*.

Os bens ou direitos podem ser individualizados no ato de instituição ou, caso não seja possível, devem ser descritos com seus requisitos e características para que seja configurado um *patrimônio autônomo*, que não se comunica nem com o do fideicomitente nem com o do fiduciário.

Com modificações semelhantes às realizadas na legislação argentina e a concessão de benefícios tributários associados aos investimentos que utilizam o instituto, o fideicomisso vem sendo utilizado largamente na estruturação financeira de várias operações na América do Sul,⁴ o que torna possível a implementação de relevantes projetos de infra-estrutura.

Nesse sentido, verifica-se um aumento relevante no valor total do patrimônio que constitui os fideicomissos, segundo dados da Comisión Latinoamericana de Fideicomisos (Colafi),⁵ entidade que acompanha a evolução da utilização do instituto e que integra a Federação Latinoamericana de Bancos (Felaban). Na Tabela 1, são reproduzidos dados apresentados no último Congresso Internacional da Colafi, realizado em 2006, no Uruguai.

⁴As alterações na legislação dos países sul-americanos que instituíram o fideicomisso, tal como utilizado na Argentina, foram realizadas na Bolívia, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

⁵A Colafi monitora os fideicomissos constituídos na Bolívia, Colômbia, Costa Rica, Cuba, El Salvador, Equador, Guatemala, Honduras, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

Tabela 1

Patrimônio Transferido a Fideicomissos*

ANO	PATRIMÔNIO (Em US\$ Milhões)	CRESCIMENTO ABSOLUTO	CRESCIMENTO PERCENTUAL
2000	30.801,7	—	—
2001	34.225,9	3.424,2	11,1%
2002	42.724,7	8.498,8	24,8%
2003	48.610,0	5.885,3	13,8%
2004	61.288,3	12.678,3	26,1%

Fonte: Felaban.

* As estatísticas da Felaban não incluem os fideicomissos constituídos na Argentina.

Presença do Fideicomisso em Outros Países

Vários países incorporaram elementos do *trust* em seus ordenamentos jurídicos. Destacam-se a Colômbia e o México, que regularam pela primeira vez o fideicomisso em 1923 e 1924, respectivamente. Os regimes atualmente vigentes estão consolidados nas seguintes legislações, entre outras:

- Argentina: Lei 24.441, de 24 de dezembro de 1994.
- Colômbia: regulou pela primeira vez o fideicomisso na Lei de Estabelecimentos Bancários de 1923. As normas foram ampliadas e consolidadas pelo Código de Comércio de 27 de março de 1971.
- México: Lei Geral de Instituições de Crédito e Estabelecimentos Bancários, de 24 de dezembro de 1924. Essa lei apenas descreve as funções dos bancos de fideicomisso. Desde 1932, o fideicomisso está regulado pela Lei Geral de Títulos e Operações de Crédito, de 27 de agosto.
- Panamá: Lei 1, de 5 de janeiro de 1984.
- Peru: Lei 26.702, de 6 de dezembro de 1996 – “Lei Geral do Sistema Financeiro e do Sistema de Seguros” e “Orgânica da Superintendência de Bancos e Seguros e Lei de Mercado de Valores” – Decreto Legislativo 861, de 21 de outubro de 1996 – art. 301 a 323.

O fideicomisso é formado por bens do fideicomitente, que são administrados pelo fiduciário por um período de tempo ou até que certo evento ocorra, momento em que a propriedade será transmitida a um fideicomissário.

Estrutura Básica

Gráfico 3

Estrutura Básica de um Fideicomisso



1) O fideicomitente transfere a propriedade dos bens ao fideicomisso; 2) O fiduciário gere o fideicomisso; 3) O fideicomisso pode ou não remunerar o fiduciário; e 4) No cumprimento da condição ou no termo estipulado, há a extinção do fideicomisso e o fideicomissário recebe os bens.

Um exemplo freqüentemente citado na literatura sobre fideicomisso é o do pai que, querendo assegurar uma renda aos filhos, em disposição testamentária, transfere um imóvel a um amigo, com

reconhecida capacidade de administração, que deverá alugá-lo e transferir os recursos para assegurar uma renda ao filho menor, por exemplo, durante dez anos. Decorrido o prazo, aquele deverá entregar o imóvel ao filho, quando este já tiver alcançado a maioridade [Pereira (1995)].

Fideicomitente

É a pessoa física ou jurídica que entrega seus bens ou direitos a um terceiro e estabelece instruções para atingir determinado fim. É o constituinte do fideicomisso. Na legislação argentina, o fideicomitente é chamado de fiduciante.

Fiduciário

É a pessoa física ou jurídica a quem se transmite a propriedade que constituirá o fideicomisso. Detém o patrimônio como proprietário, mas com domínio imperfeito, ou seja, a propriedade está sujeita à superveniência de uma condição ou ao decurso de certo prazo. O fiduciário adquire a propriedade dos bens ou a titularidade dos direitos e deve destiná-los à consecução da finalidade determinada na constituição do fideicomisso.

Em alguns países, somente podem atuar como fiduciários as entidades financeiras autorizadas ou sociedades sujeitas à fiscalização dos respectivos órgãos de supervisão de instituições financeiras ou reguladores de mercado de valores mobiliários, equivalentes à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no Brasil.

O fiduciário deve cumprir as obrigações impostas por lei ou pelo contrato, com a prudência e a diligência do bom homem de negócios.⁶ Deve, ainda, prestar contas periodicamente e sempre que solicitado, sendo vedada a dispensa desta obrigação por meio de contrato.⁷

No exercício de suas atribuições, o fiduciário pode ter direito a uma remuneração e ao ressarcimento dos gastos porventura incorridos na administração dos bens que lhe foram confiados.

⁶A expressão "bom homem de negócios" significa aquele que age com prudência e diligência, sem abusar da confiança nele depositada.

⁷Caso haja distribuição de frutos da administração do fideicomisso durante sua existência, as pessoas que têm direito a essa distribuição também podem exigir a prestação de contas.

As atribuições do fiduciário cessam com o cumprimento da finalidade do fideicomisso; a renúncia ao encargo, ou, de outra forma, por remoção judicial, pela morte ou incapacidade judicialmente declarada, caso se trate de pessoa física; e dissolução, falência ou concordata, tratando-se de pessoa jurídica.

Após a extinção do fideicomisso, é o destinatário final dos bens: pessoa física ou jurídica que recebe, do fiduciário, os frutos da gestão do fideicomisso durante a administração, ou caso o devedor não cumpra a obrigação.⁸

Fideicomissário

Na Argentina, a legislação distinguiu a denominação dos sujeitos integrantes do fideicomisso da seguinte forma: enquanto o fideicomisso existir e distribuir frutos, quem os recebe é chamado beneficiário. Aquele que recebe os bens depois de cumprida a finalidade do fideicomisso é denominado fideicomissário. Em muitos casos, como no exemplo do pai que transmite os bens em fideicomisso para os filhos, o mesmo sujeito recebe os frutos durante a existência do fideicomisso e fica com o patrimônio ao final do prazo ou condição estipulada. Os outros países não fizeram essa distinção.

Diversas teorias foram desenvolvidas para tentar explicar a natureza do patrimônio fiduciário e suas características, com base nas relações mantidas entre as partes que integram o fideicomisso durante a sua existência. A seguir é apresentado um resumo de algumas dessas teorias:

Características que Envolvem o Patrimônio Integrante do Fideicomisso

a) Mandato Irrevogável do Fiduciário

Essa teoria explica que a relação estabelecida entre o fiduciário e os bens fideicomitidos é derivada de mandato do proprietário original. Foi desenvolvida em 1920 pelo jurista panamenho Ricardo Alfaro e adotada na legislação mexicana de 1924 e 1926 e no Código de Comércio do Panamá de 1941. Crítica-se essa teoria porque somente poderia haver mandato se os bens continuassem sob propriedade do fideicomitente, o que não ocorre no fideicomisso, pois os bens são transferidos ao fiduciário.

b) Titularidade Dupla

Essa teoria distingue dois tipos de propriedade, a saber: a titularidade legal do fiduciário (que recebe o patrimônio transmitido) e a titularidade econômica do beneficiário (que recebe os frutos do patrimônio durante a existência do fideicomisso). Essa teoria é inspirada no *trust* do direito anglo-saxão.⁹ No entanto, assim como em outras legislações de origem romana, o direito positivo argentino rejeita a possibilidade de divisão de titularidade do domínio (Código Civil argentino, art. 2.508).

c) Patrimônio de Afetação

A doutrina tradicional sempre considerou o patrimônio como único e indivisível, ou seja, a cada pessoa corresponde apenas um patrimônio.¹⁰

No fim do século XIX, entretanto, surgiu a teoria da afetação, segundo a qual ocorre a separação e conseqüente imobilização de certos bens de um patrimônio em função de uma finalidade.

⁸Caso haja mais de um beneficiário, no silêncio do contrato, os frutos serão distribuídos de forma igual.

⁹No direito anglo-saxão, a divisão é classificada como legal ownership e beneficial ownership.

¹⁰Um dos elementos da personalidade é a noção de patrimônio, ou seja, o "complexo de relações jurídicas de uma pessoa apreciáveis economicamente" [Pereira (1990, p. 263)].

Tal separação pode ocorrer por determinação legal ou por destinação de seu titular.

Ainda segundo essa teoria, a afetação constituirá um patrimônio quando houver a criação de uma personalidade.

Há discussão se é ou não conferida personalidade jurídica ao patrimônio afetado (como se esse conjunto de direitos e obrigações fosse equivalente a uma empresa, por exemplo). Ao patrimônio do fideicomisso são conferidos direitos e, em geral, há tratamento tributário específico em lei. Além disso, o fideicomisso pode contrair obrigações, mediante a celebração de contratos. Nesse caso, há a representação pelo fiduciário, mas as obrigações são de titularidade do fideicomisso. A legislação do Equador estipula, por exemplo, que o fideicomisso, como patrimônio autônomo que é, tem personalidade jurídica.¹¹

O direito argentino não adotou tal entendimento de maneira explícita. De acordo com a legislação vigente, o patrimônio integrante do fideicomisso constitui propriedade fiduciária, que é regida pelas disposições do Código Civil que disciplinam o domínio resolúvel (Código Civil argentino, art. 2.661 e seguintes).¹² Ou seja, a lei não confere personalidade ao patrimônio afetado.

¹¹*Ley del Mercado de Valores*, art. 118.

¹²*Lei 24.441/94*, art. 11.

Classificação e Aplicações

¹³No caso dos títulos representativos da dívida, o papel confere ao investidor direitos sobre o patrimônio integrante em garantia de dívida assumida pelo fideicomisso em operações de captação de recursos.

¹⁴A securitização, instituto que teve sua origem na década de 1970 e é largamente utilizado não só no Brasil como em outros países como fonte alternativa de financiamento, é uma operação que envolve a segregação de ativos (presentes ou futuros, como os recebíveis) em uma SPE, um fundo ou um trust offshore, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados por meio de contrato ou cessão de crédito. Esses títulos são então vendidos a investidores e os recursos servem de créditos ao originador da operação.

Originalmente, o fideicomisso restringia-se à hipótese de sucessão testamentária. A evolução da complexidade das relações sociais e econômicas, porém, conduziu ao surgimento de outros usos e espécies de fideicomisso para atender às novas demandas do corpo social e do setor produtivo.

Os fideicomissos podem ser privados ou públicos, de acordo com a origem do patrimônio que os integra. Conforme o objetivo para o qual são constituídos, podem ter a seguinte classificação:

Fideicomisso de administração: A propriedade é transferida ao fiduciário para que este administre o patrimônio de acordo com instruções estabelecidas pelo fideicomitente (proprietário original dos bens), destinando os frutos e rendimentos para o cumprimento da finalidade determinada. É uma das modalidades utilizadas na estruturação financeira de projetos de infraestrutura, pois o patrimônio fideicomitido é isolado dos ativos da entidade original.

Fideicomisso financeiro: Modalidade em que há oferta pública ou privada para investidores do mercado de valores mobiliários. Os títulos (chamados certificados de participação ou títulos representativos da dívida) geralmente possuem classificação de risco e dão aos investidores direito de participação nos frutos do patrimônio administrado pelo fiduciário.¹³ Geralmente, são utilizados em operações de securitização,¹⁴ com a finalidade de captação de recursos com utilização de recebíveis.

Fideicomisso de investimento: Os fideicomitentes aportam recursos para fins predeterminados e o fiduciário, remunerado, aplica esses recursos em nome dos constituintes ou realiza investimentos em benefício de terceiros (beneficiário ou fideicomissário), conforme instruções estipuladas no ato de constituição.

Fideicomisso de garantia: Substituto do sistema de garantia real, em que não há execução e sim o cumprimento de uma obrigação alternativa. O devedor (fideicomitente) constitui o fideicomisso para garantir o pagamento ao credor (beneficiário ou fideicomissário), ficando o fiduciário (pessoa física ou jurídica, com exceção de entidades financeiras credoras) com os bens do fideicomitente para que, caso haja o inadimplemento da obrigação, sejam vendidos ou entregues ao credor. Após a quitação, se houver bens remanescentes, estes serão entregues ao fideicomitente ou ao fideicomissário, conforme estipulado.

Fideicomisso de garantia e cumprimento: Garante dívida do fideicomitente. Os frutos dos bens fideicomitados podem ser aplicados para que o fiduciário adquira para si a propriedade de outros bens ou, ainda, aplicados como pagamento de uma dívida constituída por prestações periódicas, se houver autorização para tal. É semelhante à propriedade fiduciária (denominação legal da alienação fiduciária), instrumento utilizado no Brasil para aquisição de bens móveis e imóveis.

Fideicomisso misto: É aquele que reúne mais de uma característica dos tipos antes descritos.

A Colafi faz distinção, ainda, entre os fideicomissos constituídos para a gestão de fundos de programas de previdência e seguridade social e fideicomissos imobiliários. De acordo com a entidade, em 31.12.2005 o número de fideicomissos conforme sua classificação era distribuído como mostra a Tabela 2.¹⁵

Tabela 2

Distribuição dos Fideicomissos

TIPO DE FIDEICOMISSO	31 DE DEZEMBRO DE 2005		FIDEICOMISSOS		
	Montante em Moedas Locais	Montante em US\$ Milhões	%	Nº	%
Fideicomissos de Investimento	13.664.688	5.983	18,1	313	5
Fideicomissos de Garantia	7.292.857	3.193	9,6	1.173	17
Fideicomissos de Administração Financeiros (<i>Proceso de Titularización</i>)	23.699.086	10.376	31,3	4.586	66
	1.692.832	741	2,2	46	1
Fideicomissos de Seguridade Social	20.560.381	9.002	27,2	65	1
Fideicomissos Imobiliários	1.534.111	672	2,0	501	7
Outros	7.225.314	3.163	9,5	258	4
Total	75.669.269	33.130	100	6.942	100

Fonte: Felaban.

¹⁵Os dados da Felaban com respeito aos tipos de fideicomisso não abrangem o total das operações monitoradas, somente as que contam com autorização para divulgação de detalhes operacionais.

A Utilização do Fideicomisso em Projetos de Infra-Estrutura

Entre as suas várias possibilidades de utilização, despertam maior interesse os chamados fideicomissos de administração e financeiro. Essas duas modalidades vêm sendo aplicadas com mais frequência em operações em que há necessidade de financiamento para investimentos privados ou públicos.

O fideicomisso financeiro permite a captação de recursos diretamente com investidores, sem a necessidade de intermediação de instituição financeira. Em alguns países, como é o caso da Argentina, há ainda o benefício de isenção de imposto nas operações de emissão de títulos pelo fideicomisso. Geralmente, isso implica menor custo de captação e, conseqüentemente, maior taxa de retorno para investimentos feitos através desse instituto [Catuogno (2006)].

Por outro lado, além dos próprios fideicomissos financeiros, os fideicomissos de administração também podem representar veículos ágeis e flexíveis para o desenvolvimento de negócios de forma direta, em um marco estipulado contratualmente (o próprio contrato de constituição de fideicomisso), em alternativa a outras formas societárias tradicionalmente utilizadas, como a constituição de Sociedades de Propósito Específico (SPE), para levar adiante projetos de investimentos [Catuogno (2006)].

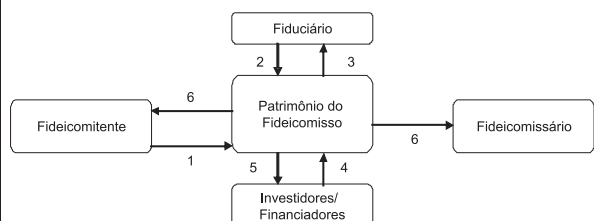
Em uma operação de fideicomisso financeiro, à estrutura tradicional mostrada no item Estrutura Básica é acrescido, pelo menos, mais um participante, que é o investidor ou o financiador. Nesse caso, ao patrimônio autônomo do fideicomisso são aportados recursos, via emissão de títulos no mercado ou a celebração de financiamentos, que servirão para permitir que o fiduciário realize os fins estipulados na constituição do fideicomisso.

Em um fideicomisso misto (financeiro e de administração), pode ser estipulada a possibilidade de restituição do patrimônio original da entidade constituinte do fideicomisso, ou seja, o fideicomitente. Assim, durante a execução de sua finalidade, os frutos podem ser transferidos para o constituinte, e, com o pagamento ou a restituição dos investimentos devidamente remunerados, o que restar pode retornar para o fideicomitente ou, se for o caso, incorporar-se ao patrimônio do fiduciário.

Utilizando um exemplo em que há a execução de um projeto de infra-estrutura – uma usina hidrelétrica, objeto de uma concessão –, o governo (fideicomitente), na qualidade de garantidor soberano, aporta recursos ao fideicomisso. A estes somam-se os recursos obtidos em financiamento tomado pelo fideicomisso, que serão utilizados para a finalidade para a qual foi constituído (construção da usina). Concluída a construção, o concessionário (beneficiário) recebe os bens e inicia a operação da usina, sendo que as receitas são direcionadas para o fideicomisso. Com a liquidação do financiamento, o patrimônio original do fideicomisso pode retornar

Gráfico 4

Esquema Básico de um Fideicomisso Financeiro ou de Investimento



1) O fideicomitente transfere os bens para o fideicomisso; 2) O fiduciário gere o fideicomisso; 3) O fideicomisso remunera o fiduciário; 4) Os investidores ou financiadores aportam capital no fideicomisso; 5) O fideicomisso remunera os investidores ou amortiza os financiamentos; e 6) Na extinção do fideicomisso, os bens podem ser transferidos ao fideicomissário ou podem retornar ao fideicomitente.

ao fideicomitente (governo), que passa a receber, desse momento em diante, os frutos da operação. A concessionária, ao final da concessão, deverá restituir os bens à entidade de direito, na forma estipulada no ato da concessão.

Adicionalmente à vantagem de separação do patrimônio, é importante ressaltar que, muitas vezes, a legislação confere tratamentos tributários diferenciados para esse instituto, tornando-o mais atrativo economicamente.

Esses tipos de fideicomisso estão presentes em algumas das operações em que o BNDES apóia as exportações de bens e serviços brasileiros para projetos de infra-estrutura.

De forma geral, empresas brasileiras que participam de projetos com grandes volumes de exportações financiadas não se submetem ao risco de estruturas *project finance*, comuns em projetos com esse perfil. Por outro lado, operações com estruturas semelhantes permitem que os beneficiários dos projetos apresentem mitigadores de risco considerados aceitáveis para os garantidores nas suas diversas operações – geralmente seguradoras de crédito ou instituições financeiras que prestam fianças ou avais.

O seguro de crédito ou as garantias concedidas aos financiamentos à exportação abrangem os riscos comerciais e políticos da operação. Os riscos comerciais são os diretamente associados à capacidade de pagamento do tomador do crédito e os relacionados ao fluxo de caixa dos projetos, podendo incluir os riscos de *performance* (quando o exportador não consegue produzir os bens

que são objeto do financiamento ou quando não presta os serviços de acordo com o contrato comercial).

Já os riscos políticos compreendem as questões afetas à capacidade de pagamento nas operações realizadas com entes de natureza pública (sociedades de economia mista, empresas públicas ou órgãos governamentais), bem como, em todas as operações (inclusive as realizadas com o setor privado), dos riscos de *convertibilidade* (conversão dos recebimentos de moeda corrente local dos países para as moedas estipuladas nos contratos financeiros – dólar ou euro, por exemplo), de *transferibilidade* (remessa dos recursos convertidos ao exterior) e de *pagamento* aos credores internacionais na forma negociada.

O fideicomisso, por constituir um patrimônio autônomo, confere segurança jurídica no isolamento: a) dos ativos anteriores em relação aos novos ativos aportados por *sponsors*; e b) dos fluxos de caixa dos projetos, sem que haja necessidade de constituição de uma SPE, por exemplo, funcionando como mitigador do risco comercial.

Adicionalmente, em casos que envolvem financiamentos a entidades da administração indireta e governos estaduais ou municipais, as seguradoras de crédito e instituições financeiras podem exigir a contraprestação de garantias pelos governos nacionais para assegurar a cobertura dos riscos políticos.

Nesses projetos, pode ocorrer, ainda, que o Estado venha a complementar as receitas auferidas pelos operadores de projetos de infra-estrutura, como ocorre em algumas concessões. Em vários países da América do Sul, esses recursos constituem mais uma fonte de receitas e podem ser canalizados para o fideicomisso, com a finalidade de assegurar sua utilização no próprio projeto ou o pagamento de obrigações financeiras assumidas pelos operadores.

Por outro lado, os governos da região vêm considerando a constituição de fideicomissos como um mecanismo de proteção dos interesses do Estado, em convênios que prevêm o repasse de recursos de fundos reembolsáveis, ou seja, que contam com a obrigação de devolução de recursos ao governo, na outorga ou contratação de garantias para atender os requerimentos derivados de processos de promoção de investimentos privados e concessões, entre outros.

No Peru, entre todos os meios utilizados até então para assegurar o cumprimento da devolução de fundos transferidos pelo governo nacional para que sejam posteriormente destinados ao pagamento do serviço da dívida respectiva, o fideicomisso mostrou ser o mais eficaz.¹⁶

¹⁶Exposición de motivos da Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2006.

Os Fideicomissos Públicos

É de se destacar que o fideicomisso é um instituto cujo caráter original é eminentemente privado e que as operações que envolvem interesse público são tratadas caso a caso, na maioria das vezes. A constituição do patrimônio do fideicomisso público exige o cumprimento de formalidades legais aplicáveis à administração de bens estatais.

Assim, na maioria dos países, é necessária a publicação de leis específicas para a constituição de fideicomissos. A lei fixa os objetivos e características do fideicomisso, organiza sua constituição, incremento, modificação, funcionamento e extinção [Lastra (2005)] e, principalmente, autoriza a “alienação” do bem estatal para integrar o patrimônio autônomo que será gerido pelo fiduciário. Com exceção de poucos países, entre os quais o México, não há regulamentação específica sobre fideicomissos públicos.

Os governos valem-se da legislação aplicável aos fideicomissos privados, de seus princípios orientadores e de sua estrutura básica para a utilização com as mais diversas finalidades, entre as quais a constituição de contragarantias para entes estatais em várias operações financeiras.

Nessas operações, figuram como fiduciários instituições financeiras públicas e privadas. Os especialistas alertam para a independência e a autonomia que deve ter o administrador de um fideicomisso, mas também ressaltam a conveniência de manter os fundos com fiduciários escolhidos entre entidades da administração.

O patrimônio que integra os fideicomissos públicos, em valor, é bastante inferior ao dos negócios privados, mas verifica-se um aumento relevante no total de patrimônio fideicomitado. A Felaban, por meio de sua comissão especialista – a Colafi –, vem estimando um crescimento no valor total de patrimônio integrante de fideicomissos. As estatísticas consolidadas para o ano de 2004 demonstram a participação de fideicomissos públicos nos países monitorados pela comissão no valor de US\$ 14 bilhões,¹⁷ com um crescimento médio de aproximadamente 17% com relação ao total de 2003.

Na Argentina, há um montante significativo de recursos destinados aos fundos fiduciários. Era estimado pela Felaban que o valor desse patrimônio, em 2005, alcançasse 3,8 bilhões de pesos argentinos (aproximadamente US\$ 1,3 bilhão), cerca de 47% do total destinado a projetos relacionados à infra-estrutura de transportes.¹⁸ O valor representa incremento de 117% em relação aos montantes alocados desde 2002, quando o governo intensificou a alocação de recursos em fideicomissos após o colapso do sistema financeiro daquele país [Escenario Alternativos (2005)].

¹⁷Cerca de 24% do total do patrimônio transferido a fideicomissos.

¹⁸Projeto de lei orçamentária da Argentina para o ano de 2005.

Tabela 3

Patrimônio Transferido a Fideicomissos Privados por País*

(Em US\$ Milhões)

	2000	2001	2002	2003	2004
Colômbia	13.153,0	14.093,0	12.235,0	14.795,0	23.720,0
Cuba	79,8	219,4	2,1	137,5	1,7
Equador		1.186,0		2.734,8	3.144,6
Guatemala	858,0	348,6	768,7	712,2	1.854,8
Honduras	193,7	242,0	259,5	334,8	574,7
Panamá		1.785,0	2.055,0	2.400,0	2.439,0
Peru					9.373,4
Uruguai				340,9	
Venezuela	4.649,2		5.273,0	5.448,0	6.187,2
Total	18.932,8	17.874,0	20.593,3	26.903,2	47.295,4

Fonte: Felaban.

*As estatísticas da Felaban não incluem os fideicomissos constituídos nos demais países da América Latina.

Tabela 4

Patrimônio Transferido a Fideicomissos Públicos por País*

(Em US\$ Milhões)

	2000	2001	2002	2003	2004
Colômbia	1.467,0	1.644,0	3.005,0	3.650,0	1.759,0
Cuba	227,8	1532,2	2221,3	1689,8	2.069,2
Equador		28,8		819,3	943,4
Guatemala	482,7	334,2	417,8	411,6	546,7
Honduras	20,8	52,7	182,0	147,1	145,5
Panamá		1.240,0	1.261,0	1.247,0	1.657,0
Peru					1.324,4
Uruguai					639,9
Venezuela	0,2		5.257,0	4.618,8	5.851,3
Total	2.198,5	4.831,9	12.344,1	12.583,6	14.936,4

Fonte: Felaban.

*As estatísticas da Felaban não incluem os fideicomissos constituídos nos demais países da América Latina.

Avaliação dos Riscos

Os riscos que envolvem a estruturação de um fideicomisso para viabilizar projetos de infra-estrutura podem ser agrupados em quatro categorias: 1) referentes ao crédito, atinentes aos recebíveis que serão utilizados ou ao fluxo do negócio a ser segregado; 2) o risco da própria estrutura do fideicomisso, com as limitações impostas para a administração dos recursos; 3) o risco de mercado (nas operações do setor público, os que envolvem a prestação e a regulação dos serviços que dão origem aos fluxos); e 4) os riscos legais, que, entre outros, são referentes aos aspectos documentais e da organização dos atores envolvidos.

O cumprimento das formalidades para a constituição do patrimônio autônomo é verificado na análise, para assegurar que

ficarão protegidos de ações movidas por credores do fideicomitente ou do fiduciário.

Ressalte-se que os ativos segregados no fideicomisso são a única fonte de pagamento para os investidores e financiadores, de forma que, ocorrendo insuficiência de fundos, esses credores ou investidores não poderão mover nenhuma ação contra o originador do fideicomisso ou o seu administrador.

O primeiro nível de proteção dos investidores e financiadores que realizam operações com fideicomissos é originado do fluxo de fundos dos ativos segregados. Assim, na estruturação do fideicomisso, as instituições procuram analisar o desempenho histórico da carteira de pagamentos dos serviços (*track record*), a frequência de eventos de mora e inadimplementos, bem como, se for o caso, os níveis de recuperação de créditos. Nos modelos financeiros desenvolvidos, os dados coletados são submetidos a testes de estresse, com a identificação de um fluxo de fundos probabilisticamente garantido, que deverá ser distribuído conforme as prioridades de pagamento estabelecidas nas regras do fideicomisso, conforme os termos e condições dos instrumentos. Com alguma segurança, é possível fazer estimativas que evitarão déficits temporários ou perdas permanentes de fluxo de fundos, que poderiam impactar a capacidade de repagamento das obrigações do fideicomisso.

Risco de Crédito

São considerados os resultados da análise da probabilidade de descumprimento das obrigações de pagamento mediante a utilização de instrumentos típicos aplicáveis às operações estruturadas. Na centralização dos recursos derivados de receitas por serviços públicos prestados, é considerada a sazonalidade, histórico de demanda e investimentos que estão sendo realizados pelos clientes das empresas concessionárias.

Quantificados os riscos de crédito, é avaliada a experiência dos administradores da carteira ou dos administradores das concessionárias, a forma da cobrança dos recursos, as regras de administração dos recursos e as prioridades de pagamento. Monitoram-se não apenas o volume dos fluxos efetivos em comparação aos estimados, como também a adequação da administração financeira do fideicomisso às regras e limitações aplicáveis aos investimentos e a remuneração do fiduciário.

Risco de Estrutura

Risco de Mercado

Os riscos de mercado podem afetar especificamente a estrutura do fideicomisso para pagamento dos recursos. O ambiente macroeconômico e o nível de atividade ou capacidade das indústrias constituem condições importantes que devem ser avaliadas criteriosamente na estruturação do fideicomisso, uma vez que sua deterioração pode gerar significativas flutuações na demanda pelos serviços prestados e, conseqüentemente, na geração de recursos pelos ativos fideicomitidos, comprometendo a capacidade de repagamento do fideicomisso aos seus credores ou investidores.

Riscos Legais

Na avaliação dos riscos legais das operações, é verificada a capacidade jurídica do fideicomitente e do fiduciário, com relação a sua constituição de acordo com as leis dos países em que operam, os registros nas instituições de fiscalização (agentes reguladores do mercado de valores mobiliários) etc.

As análises também são focadas nas formalidades a serem seguidas para a cessão dos recebíveis derivados dos empréstimos e serviços prestados. Em alguns países, é exigida a notificação dos devedores para a cessão de créditos; em outros, é prevista a notificação pública (em veículo de mídia de grande circulação, por exemplo). Outras legislações prevêm a dispensa dessa notificação.

Também se verifica a regularidade dos instrumentos emitidos pelos fideicomissos como evidência de dívida (títulos de crédito ou valores mobiliários), de acordo com as legislações locais.

O Fideicomisso em Estruturas de Financiamento

Tem sido observado que o fideicomisso está presente na estruturação financeira de algumas das operações recentemente realizadas pela Área de Comércio Exterior, particularmente exportações destinadas a países da América do Sul.

Destacam-se neste estudo três operações, nas quais pode ser verificada a semelhança das estruturas com o exemplo demonstrado no capítulo anterior:

- a) Argentina – Ampliação da capacidade de transporte dos gasodutos troncais das redes operadas pela Transportadora de Gas del Norte (TGN) e pela Transportadora de Gas del Sur (TGS);
- b) Equador – Usina Hidrelétrica San Francisco; e
- c) Colômbia – Implementação de sistema de transporte urbano – Empresa de Transporte del Tercer Milenio (Transmilenio).

Argentina – Expansão dos Gasodutos de TGN e TGS

No início de 2004, premido pelos efeitos de uma crise energética associada à retomada do crescimento econômico e que culminou nas restrições às exportações de gás do país, o governo argentino anunciou um plano de gestão energética para o período de 2004-2008, com o objetivo de ampliar a produção e melhorar a infra-estrutura de transporte de gás. A parte inicial do plano previa a expansão, em caráter emergencial, da capacidade de transporte dos gasodutos troncais das duas principais transportadoras de gás, para assegurar o consumo industrial sem comprometer o abastecimento da região metropolitana de Buenos Aires.

A busca de financiamento adequado tornou-se o grande desafio para os investimentos. A estrutura deveria ser rapidamente implementada, para evitar possíveis situações de insuficiência de fornecimento por causa do aumento da demanda e garantir o abastecimento do sistema domiciliar da região metropolitana de Buenos Aires já em 2005.

Na época, dois fatos comprometiam o ambiente para a concessão de financiamento em forma tradicional:

- O mercado ainda não havia se recuperado dos efeitos do colapso provocado pela ruptura do sistema financeiro argentino no final de 2001 e se defrontava com a renegociação da dívida externa argentina que ocorria à época; e
- As transportadoras de gás, concessionárias que detinham as licenças para operação, estavam com um nível muito alto de endividamento, em decorrência do impacto da desvalorização do peso frente ao dólar e do congelamento das tarifas públicas.

Para viabilizar a realização dos investimentos, o governo argentino utilizou o marco jurídico referente à constituição de fideicomissos, que foi instituído com a publicação da Lei 24.441/94 e que tem as seguintes características:

- autoriza a criação de fideicomissos de investimento e financeiros;
- determina que, no caso de fideicomissos financeiros, o fiduciário deve ser entidade financeira ou uma sociedade especialmente autorizada pela Comisión Nacional de Valores para atuar como fiduciário financeiro; e
- autoriza a emissão de certificados de participação no patrimônio fiduciário (para a captação de investimentos) e títulos representativos da dívida garantidos com os bens dados em fideicomisso (para a garantia de financiamentos). Esses títulos podem ter colocação no mercado por meio de oferta pública ou privada e contam com classificação de risco.

Foi determinada, dessa forma, a criação de um fundo fiduciário, com a constituição de um patrimônio autônomo específico para o financiamento das obras de expansão do sistema, no âmbito das empresas que detinham as licenças para operar os serviços de transporte e distribuição de gás.

O “Regime de Investimentos de Infra-Estrutura Básica de Gás durante o Processo de Normalização do Serviço Público”¹⁹ criou por decreto um tributo (carga tarifário) a ser adicionado às faturas de prestação de serviços de transporte de gás, cobradas dos distribuidores e clientes industriais. Nesse decreto, o governo federal delegou ao Ministério de Planificação Federal, Investimentos Públicos e Serviços (MPFIPyS) a regulamentação da constituição e do funcionamento dos fundos fiduciários.

Assim, com a publicação da Resolução MPFIPyS 185/2004, as concessionárias de transporte (atuando na qualidade de fideicomitentes) e a Nación Fideicomisos S.A. (fiduciário) foram autorizadas a celebrar contratos para a constituição dos *fideicomissos de gas*, cujos patrimônios poderiam ser integrados por:

- cargos tarifários a serem pagos pelos usuários sobre os serviços de transporte ou distribuição de gás natural, que representam 22% sobre o preço final desse combustível para os consumidores finais;
- recursos a serem obtidos em financiamentos ou programas acordados com organismos multilaterais ou instituições pertinentes nacionais e internacionais; e
- direitos e aportes específicos a serem realizados pelos beneficiários diretos das obras (concessionários do serviço de transporte de gás).

Os fideicomissos também foram autorizados a emitir, caso necessário, títulos representativos da dívida (VRD), num total de US\$ 320 milhões. Os investidores (compradores dos VRD) poderão integralizar o valor em dinheiro ou assumir compromissos preexistentes do fideicomisso.

Para constituição do patrimônio separado, as transportadoras de gás transferiram ao fideicomisso:

- a) direitos exclusivos para executar e levar a cabo as atividades e obras correspondentes à ampliação do sistema de gasodutos, reservando-se, apenas, o direito de prestar os serviços de transporte firme de gás natural até o limite da capacidade ampliada;
- b) direito de receber o produto de arrecadação da taxa (*cargo fideicomiso gas*) incidente sobre os contratos de serviço de transporte de gás natural;

¹⁹Decreto 180, de 13 de fevereiro de 2004, e Resolução MPFIPyS 185, de 19 de abril de 2004.

- c) ingressos adicionais;
- d) direitos sobre os produtos líquidos da eventual colocação de VRD vinculados aos fideicomissos;
- e) responsabilidade sobre empréstimos obtidos para a execução do projeto;
- f) investimentos privados; e
- g) os valores correspondentes à devolução antecipada do imposto sobre valor agregado (IVA).

O fideicomisso foi dividido em duas etapas: a primeira, denominada fideicomisso privado (correspondente ao fideicomisso investimento), tem por escopo o financiamento e a execução das obras de ampliação do fideicomisso do gás; e a segunda, denominada fideicomisso público (correspondente ao fideicomisso financeiro), tem por objetivo recuperar, no todo ou em parte, os investimentos aportados pelos investidores privados e terceiros participantes.

Os recursos necessários para a viabilização do projeto em sua etapa de implementação, incluídos os financiamentos aprovados para os fideicomissos, alcançam a ordem de US\$ 500 milhões.²⁰ Desse total, cerca de US\$ 200 milhões referem-se a financiamento do BNDES.

A estrutura permitiu a instalação, no prazo de seis meses, de 510 km de *loops*²¹ e novas plantas compressoras que proporcionaram o aumento da capacidade de compressão instalada, o que elevou a pressão do gás e o volume de gás transportado em 4,9 milhões de m³/dia.

Em uma segunda etapa, concluída no fim de 2006, após o término das obras, houve o lançamento da estrutura referente ao fideicomisso financeiro, que captou recursos no mercado argentino mediante a emissão de VRD. As ofertas para aquisição dos títulos na primeira emissão alcançaram o montante aproximado de US\$ 150 milhões. Houve adquirentes estrangeiros e locais (em sua maioria fundos de pensão, que ficaram com 34% da colocação). Esses recursos serão utilizados no pagamento de financiamentos de curto prazo necessários para as operações de transporte.

²⁰Na etapa emergencial da expansão, realizada em 2005.

²¹Trechos adicionais de gasodutos paralelos aos atualmente existentes.

O Equador implementou alterações na legislação referente ao fideicomisso em 1998, com a reforma da Lei do Mercado de Capitais (Ley del Mercado de Valores). Em 2004, o patrimônio transferido a fideicomissos já havia alcançado a cifra aproximada de US\$ 4 bilhões.

Equador – UHE San Francisco

Desde então, o instituto vem sendo utilizado para viabilizar a execução de diversos projetos de caráter público e privado, naquele país. Um exemplo de investimento que contou com parcela financiada pelo BNDES foi a construção do projeto hidrelétrico San Francisco, situado nos Andes Centrais Equatorianos.

O Equador enfrentava uma situação muito particular de déficit de energia elétrica. Apesar de gerar energia em grande quantidade no período de chuvas, na estiagem, concentrada no período de outubro a março, os níveis hidrológicos chegam a patamares críticos, o que leva o país, há vários anos, a importar energia elétrica da Colômbia e do Peru.

Vários projetos de aproveitamento hídrico para geração de energia elétrica vêm sendo discutidos há longa data. Entre eles, existem alguns que estão em pauta há mais de trinta anos, como o Projeto Toachi-Pilatón, que se encontra, atualmente, em fase de licitação.

A execução da própria UHE San Francisco é um exemplo de demora na implementação dos projetos do setor elétrico. Os estudos de viabilidade e certificações ambientais foram concluídos em 1995. A dificuldade na estruturação de financiamento para a execução do projeto fez com que o contrato de construção só fosse assinado cinco anos depois. A conclusão da estruturação do financiamento, bem como as primeiras liberações, somente ocorreu em 2003 – três anos após a contratação das obras. O fideicomisso, como será demonstrado, foi fundamental para viabilizar o projeto.

Em março de 2000, o Conselho Nacional de Eletricidade (Conelec, na sigla em espanhol) firmou contrato de concessão com a Hidropastaza S.A. (concessionária do projeto), para que esta desenhasse o projeto executivo, construísse, montasse, colocasse em operação e fizesse a manutenção da central de energia elétrica chamada Hidroeléctrica San Francisco, situada em Baños, província de Tungurahua, na República do Equador. A conclusão da estrutura financeira ocorreu em abril de 2000.

O financiamento da construção da UHE contava com a outorga de garantia governamental e curso dos pagamentos no Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos da Aladi – CCR. Em março de 2000, a garantia governamental foi autorizada, mas, em contrapartida, estipulou-se que, para assegurar o cumprimento do serviço da dívida, deveria haver a constituição de um fideicomisso mercantil com a criação de um patrimônio autônomo. Esse patrimônio deveria ser estabelecido pelas empresas envolvidas com a concessão – Hidropastaza S.A., concessionária da UHE San Francisco (Hidropastaza), e Hidroagoyan S.A., acionista majoritário da Hidropastaza e responsável pela operação da Central Elétrica de

Agoyan, que origina os fluxos de água aproveitados pela UHE San Francisco na geração de energia (Hidroagoyan).

Com a constituição do fideicomisso, o governo pretendeu isolar os fluxos destinados ao pagamento dos investimentos. Pela legislação que trata do tema, caso não existissem fundos suficientes para o serviço da dívida, o Ministério de Finanças já ficaria autorizado a sacar fundos do Banco Central para pagamento, os quais deveriam ser imediatamente restituídos pelo fiduciário (administrador), tão logo o fideicomisso dispusesse de fluxos de liquidez.

Assim, a Hidropastaza e a Hidroagoyan constituíram o Fideicomiso Mercantil San Francisco n.º 1, tendo a Corporación Financiera Nacional como fiduciária (administradora) e o Banco Central do Equador (BCE) e o Ministério das Finanças como beneficiários.

O Fideicomiso Mercantil San Francisco é formado pelos seguintes bens:

- a) Bens móveis – aporte inicial de US\$ 100 (cem dólares dos Estados Unidos da América) e todos os bens móveis que no futuro vierem a aderir, aceder ou se destinem ao imóvel;
- b) Bens imóveis – o terreno, sobre o qual está sendo construída a hidrelétrica, e a hidrelétrica propriamente dita; e
- c) Fluxos²² – as receitas obtidas com a venda de energia são transferidas, de maneira irrevogável, ao fideicomisso.

A constituição do Fideicomiso Mercantil San Francisco teve dois objetivos precípuos, a saber: servir como fonte de pagamento do contrato de financiamento e dar garantia aos títulos de crédito emitidos em razão do contrato de financiamento. Desse modo, os ativos (bens móveis e imóveis) e os fluxos exercem a dupla função de fonte de pagamento e de garantia do contrato comercial.

O contrato de fideicomisso foi operacionalizado da seguinte forma:

- a) A Hidropastaza cedeu ao fideicomisso a propriedade sobre a totalidade dos fluxos obtidos com a venda de energia;
- b) A Hidroagoyan também aportou em favor do fideicomisso, sob condição suspensiva, seus fluxos obtidos com a venda de energia, além dos ativos incrementais.²³ A condição para aquisição da propriedade desses fluxos pelo fideicomisso era a insuficiência dos fluxos da Hidropastaza para pagar os títulos de crédito; e

²²O contrato de constituição de fideicomisso prevê dois tipos de fluxos: os recursos obtidos pela Hidropastaza com a venda de energia elétrica gerada pela central hidrelétrica, a que se denomina apenas de fluxos, e os fluxos subsidiários, assim denominada a receita obtida pela Hidroagoyan com a venda de energia.

²³Bens móveis que se reputam imóveis por sua destinação, acesso ou aderência a um imóvel.

- c) O fideicomisso, representado pela fiduciária (Corporación Financiera Nacional), transferiu em comodato os ativos (bens móveis e imóveis) à Hidropastaza, reservando-se o direito de solicitar a devolução do mesmo em qualquer tempo. A Hidropastaza obrigou-se a contratar seguro em que o beneficiário da apólice fosse a fiduciária, contra os riscos a que os ativos estariam expostos durante a construção e a operação da hidrelétrica.

A fiduciária, por sua vez, destinou os fluxos da seguinte forma:

- a) Mensalmente, 60% ao Banco Central, para que fosse feito o pagamento dos títulos de crédito que garantem o repagamento do financiamento obtido e cursado no CCR. Caso esse valor seja insuficiente, nos últimos três meses de cada semestre do financiamento esse aporte poderá ser maior;
- b) Caso não fosse possível o pagamento, a Hidropastaza, mediante simples petição da fiduciária, aportaria recursos suficientes para cobrir o pagamento semestral, em dois dias úteis; e
- c) Os 40% restantes do fluxo seriam utilizados da seguinte maneira: 1) no pagamento dos tributos devidos em razão da constituição, desenvolvimento, execução ou liquidação do fideicomisso; 2) no pagamento dos custos, gastos e honorários devidos em razão do fideicomisso; e 3) o montante remanescente pode ser devolvido à Hidropastaza.

Caso os fluxos decorrentes da operação da UHE San Francisco não fossem suficientes, a fiduciária deveria comunicar à Hidroagoyan, para que tomasse as medidas necessárias no sentido de que os fluxos subsidiários fossem entregues diretamente ao fideicomisso.

Do fluxo subsidiário, a fiduciária entregaria o montante necessário à Hidroagoyan para cobrir os custos diretos e indiretos vinculados à geração de energia. Com a parcela remanescente, seriam pagos os valores devidos e que não foram cobertos com os fluxos. Eventual saldo deverá ser devolvido à Hidroagoyan.

No caso de não destinação dos ativos à fiduciária, as partes estabelecerão o procedimento convencional de execução.

Colômbia – Transporte del Tercer Milenio

Trata-se de um projeto da prefeitura de Bogotá, no âmbito de seu Plan de Desarrollo de Santa Fe de Bogotá Distrito Capital 1998-2000, que tem como objetivos o fomento ao transporte não-

motorizado e a restrição ao uso de automóvel particular. Ao mesmo tempo, a administração efetuou estudos para a modernização de transporte de massa, levantando os custos da ampliação do sistema de metrô da cidade.

Por contar com custos de execução bem inferiores à implantação da linha de metrô, o governo distrital decidiu iniciar a instalação de um sistema de transporte por ônibus rápido (BRT). Semelhante ao adotado em Curitiba, Paraná, inclui corredores exclusivos de ônibus e terminais fechados e é servido por veículos articulados, movidos a diesel.

Para implantação desse projeto, foi constituída, em outubro de 1999, a Empresa de Transporte del Tercer Milenio – Transmilenio S.A. (Transmilenio), para atuar como gestora do referido sistema de transporte. No uso dessa atribuição, a Transmilenio, que tem como acionistas entidades públicas do Distrito Capital, firmou contratos de concessão com cinco empresas²⁴ para que estas atuassem no sistema de transporte.

A execução do projeto Transmilenio contou com participação pública e privada. Os ônibus articulados que operam nas linhas troncais, mesmo os veículos leves (microônibus) que transitam nas chamadas linhas de alimentação, são de propriedade das empresas concessionárias do serviço. Para atrair o consumidor ao serviço, seria fundamental disponibilizar à população uma frota de ônibus novos, em substituição de parte da frota que então circulava em mais de 650 linhas da cidade, com veículos que chegavam a trinta anos de idade, alguns com mais de 4 milhões de quilômetros rodados.

Para que a arrecadação não ficasse nas mãos das empresas concessionárias, a atividade foi delegada a outra instituição financeira privada, responsável pela bilhetagem eletrônica, cobrança e administração financeira dos recursos. As transportadoras recebem pelo serviço prestado, por meio de medições que apuram o número de quilômetros percorridos. Esses recursos também se destinam à manutenção das estações e gastos de funcionamento e operação do Centro de Controle Operacional da empresa Transmilenio.

O Distrito de Bogotá ficou encarregado da construção e da administração do sistema de vias de transporte (troncais exclusivas para os ônibus, rotas alimentadoras, estações, passarelas de pedestres e pátios, entre outros).²⁵

Para assegurar o desenvolvimento do sistema, o investimento na nova frota e o pagamento de obrigações com o governo, as concessionárias do Sistema Transmilenio obrigaram-se, ainda no contrato de concessão, a transferir, de maneira irrevogável, os seus direitos patrimoniais sobre parte dos fluxos do Sistema Transmilenio

²⁴Angelcom S.A.; Sociedad Internacional de Transporte Masivo S.A.; Sistema Integrado de Transporte SI 99 S.A.; Metrobus S.A. e Expres del Futuro S.A.; Atualmente, além das empresas citadas, também figuram a SI 02 S.A. e a Conexión Movil S.A., que operam as linhas troncais do sistema.

²⁵As fontes de financiamento da construção da infra-estrutura consistiram em:
a) sobretaxa sobre o consumo de gasolina (Ley 6 de 1989, Ley 105 de 1993, Decreto 1.421 de 1993 – Artículo 156, Ley 488 de 1998 y Ley 788 de 2002);
b) aportes do governo nacional (no âmbito do Convenio para la adquisición de predios requeridos para el desarrollo de la primera línea del metro);
c) recursos de créditos obtidos pelo governo distrital de Bogotá com organismos como a CAF e o Banco Mundial, com aval do governo nacional; e
d) recursos próprios.

para um fideicomisso, denominado *patrimonio autónomo*, com duração de dez anos.

O objeto do fideicomisso é a constituição de patrimônio autônomo de administração, investimento e fonte de pagamento para o gerenciamento da totalidade dos fluxos de caixa, que se vinculem de maneira direta ao desenvolvimento e à funcionalidade do sistema Transmilenio. Ou seja, o fideicomisso servirá para a administração centralizada do sistema Transmilenio. O contrato de concessão ainda prevê que o fideicomisso funcionará como fonte de pagamento.

Uma instituição financeira dedicada exclusivamente à administração de *trusts* e fideicomissos foi nomeada fiduciária²⁶ e os beneficiários são os próprios fideicomitentes (empresas concessionárias) e o fiduciário, além dos credores com garantia fiduciária.

Constituem recursos do fideicomisso os ingressos do Sistema Transmilenio, assim discriminados:

- a) o produto da venda das passagens aos usuários do Sistema, consignados diariamente pelo concessionário;
- b) os ingressos derivados das explorações colaterais do sistema; e
- c) os aportes, créditos ou disponibilidades financeiras, realizados pelos concessionários ao Sistema Transmilenio.

Há regras para a administração financeira dos recursos do fideicomisso em investimentos.²⁷

O fideicomisso pode ser usado em operações de financiamento, habilitando-se como sistema de garantia e fonte de pagamento para credores.²⁸ Tal mecanismo pode ser acionado por qualquer dos fideicomitentes, para respaldar os créditos com os quais financiam seus investimentos.

Os fluxos de recursos arrecadados são divididos da seguinte maneira:

- a) fluxo principal – formado com o produto da arrecadação da venda de passagens, tem como finalidade remunerar ou cumprir com as obrigações autorizadas pelo sistema com terceiros ou com diferentes concessionários e agentes do sistema;
- b) fundo de contingências – formado por uma percentagem dos valores arrecadados com a venda de passagens. Esses recursos têm a função de cobrir contingências específicas, previstas nos contratos de concessão e que possam pôr em risco a estabilidade e a

²⁶A fiduciária é remunerada semanalmente, em razão de seu trabalho como administradora do patrimônio autônomo, considerado o volume total de arrecadação. Recebe, ainda, um percentual dos rendimentos brutos gerados pelo portfólio de investimentos, a título de eficiência nos investimentos. Essas comissões cobrem todos os custos de administração, não sendo devido nenhum pagamento adicional à fiduciária que assume o risco de êxito do projeto.

²⁷Os recursos só podem ser aplicados em investimentos de alta liquidez. É previsto que, quando os recursos ultrapassarem o montante de P\$ 1 bilhão (um bilhão de pesos) em um mês, o excedente poderá ser utilizado em investimentos de médio e longo prazos, de acordo com as instruções do Comitê de Direção e Coordenação da fiduciária. Os investimentos, por limitação contratual, só podem ser realizados em títulos qualificados como no mínimo BBB+ ou em títulos do Tesouro Nacional. Os critérios de investimento se orientarão por políticas de dispersão de risco e os investimentos permanentes não poderão, em nenhum caso, manter-se em fundos comuns de investimento.

²⁸O teto para comprometimento dos fluxos em operações de financiamento e garantia é de 70% dos fluxos recebidos.

viabilidade do Sistema Transmilênio, tais como grandes variações macroeconômicas, catástrofes etc.

- c) fundo de multas e bonificações – esse fundo será constituído por valores deduzidos dos diferentes concessionários. Com esse fundo, serão pagas eventuais bonificações exigíveis pelos concessionários em razão de seu desempenho.

Na proteção do patrimônio fideicomitido, a fiduciária se obrigou a constituir, a suas expensas, em favor dos fideicomitentes, duas espécies de seguros: um de cumprimento pleno do contrato e outro de garantia por “contingências associadas à preservação dos recursos”, que objetiva segurar o patrimônio do fideicomisso contra atos criminosos, tais como fraudes, furtos, danos ou falsificação de documentos.

Essa estrutura de fideicomisso permitiu a emissão de certificados fiduciários de garantia (títulos de crédito) com lastro nos fluxos futuros. Esses títulos foram descontados pelo BNDES, em operação de financiamento *supplier's credit*, no fornecimento dos mais de quatrocentos ônibus articulados brasileiros, que atualmente compõem o sistema, com um total de cerca de 880 veículos, 84 km de vias troncais e demanda média diária em torno de 2 milhões de passageiros.

O fideicomisso está previsto no ordenamento jurídico brasileiro, na seção II, do capítulo IX, do Código Civil, em seus artigos 1.951 a 1.960. Trata-se, entretanto, de um instituto do direito sucessório, criado por testamento, como disposição de última vontade. Não há a previsão de sua utilização para a finalidade financeira anteriormente descrita.

O Código Civil brasileiro prevê, ainda, a propriedade fiduciária no artigo 1.361 e seguintes, como sendo aquela que o devedor transfere ao credor com o objetivo de garantir o pagamento de uma dívida. Cuida-se de um contrato que tem a natureza de garantia de quaisquer negócios jurídicos.

A propriedade fiduciária do Código Civil guarda as mesmas características antes arroladas sobre o fideicomisso, ou seja, contempla a transmissão da propriedade limitada ao fiduciário. A diferença para o fideicomisso utilizado em projetos de infra-estrutura é que a transmissão tem por fim unicamente a garantia do pagamento, que, uma vez realizada, extingue a propriedade (trata-se, portanto, de uma modalidade de fideicomisso de garantia). Pagando a dívida, o devedor-fideicomitente readquire a propriedade do bem.

Fideicomisso e Alterações na Legislação sobre o Patrimônio de Afetação no Brasil

Para além da disciplina de propriedade fiduciária prevista no Código Civil, que cuida apenas dos bens móveis, há no direito positivo brasileiro outros dispositivos legais que tratam da matéria fiduciária:²⁹

- a) propriedade fiduciária dos bens móveis para garantia de créditos constituídos no âmbito dos mercados financeiros e de capitais, bem como para garantia de créditos fiscais e previdenciários (Lei 4.728/65, art. 66 B, com a redação dada pela Lei 10.931/2004);
- b) titularidade fiduciária de ações de sociedades por ações (Lei 6.404/76);
- c) propriedade fiduciária de aeronaves, para fins de garantia (Lei 7.656/86, arts. 148 e seguintes);
- d) propriedade fiduciária de bens imóveis em geral, para fins de garantia (Lei 9.514/97); e
- e) titularidade fiduciária de créditos que constituam lastro de títulos, em processo de securitização de créditos imobiliários.

Atualmente, os conceitos referentes ao patrimônio de afetação estão presentes na falência, na ausência, nos regimes matrimoniais, na herança quanto a dívidas do falecido e no tocante sobretudo a obrigações tributárias no direito comercial.

Recentemente, eventos que ocorreram no mercado de incorporação imobiliária motivaram alterações relevantes no que se refere à segregação patrimonial do objeto da incorporação. Esse patrimônio passa a constituir um núcleo separado do patrimônio da empresa incorporadora em relação ao restante do seu patrimônio geral, bem como das demais incorporações por ela desenvolvidas, reduzindo as vulnerabilidades a que estavam anteriormente expostos os adquirentes de imóveis. Com a eventual falência da empresa incorporadora, os acervos correspondentes às suas incorporações não serão arrecadados pela massa falida, mas entregues à administração da comissão de representantes dos adquirentes, que podem prosseguir com a obra com autonomia em relação à massa [Chalhub (2006, p. 94)].

No entanto, a exemplo de outras normas brasileiras, essa legislação não concentra o risco no patrimônio autônomo constituído. A comissão de representantes dos adquirentes é obrigada a honrar as obrigações referentes à incorporação, caso contrário, há a desafetação do patrimônio, que poderá se integrar na eventual massa falida. De acordo com a estrutura de fideicomisso descrita no capítulo sobre sua utilização em projetos de infra-estrutura, os beneficiários desse tipo de investimento não responderiam pelas dívidas geradas pelos ativos fideicomitidos.

²⁹Os exemplos foram extraídos entre vários arrolados em Chalhub (2006, p.157).

Com relação à conveniência de alterar a legislação sobre o fideicomisso, basta observar a estruturação utilizada em operações *project finance* e de securitização no Brasil, cujas estruturas são mais complexas e caras, se comparadas à utilização do fideicomisso em outros países da América do Sul. No primeiro caso, o veículo de segregação de risco utilizado é normalmente formatado sob a forma de uma SPE, na qual se pode efetivar o isolamento de um determinado patrimônio e concentrar o recebimento de créditos futuros da operação do empreendimento objeto do financiamento.

Para a obtenção de recursos para executar o projeto, a SPE pode tomar financiamento externo ou emitir valores mobiliários (debêntures ou ações) para captação. Os recebíveis, por sua vez, são transferidos por meio de cessão a um administrador externo (*trustee*). Entretanto, alguns fatores ainda inibem a constituição dessas estruturas no Brasil de forma mais corrente, dos quais podemos destacar:

- (i) falta de regulamentação específica sobre SPE e a caracterização do *trustee* como administrador dos fundos; e
- (ii) falta de um regime tributário especial, sendo sujeita ao pagamento de impostos normalmente devidos por toda e qualquer empresa constituída no Brasil.

Quanto à falta de regulamentação específica no país, o problema reside na não-caracterização da SPE como uma *bankruptcy remote company* – vale dizer, ainda há vinculação da SPE com as atividades dos *sponsors* e acionistas – e, ainda, no reconhecimento do *trustee* como acionista de fato do projeto (seus bens estão sujeitos à execução) e não como proprietário fiduciário dos ativos isolados da SPE.

Com relação aos aspectos tributários, a SPE está sujeita ao recolhimento de tributos como qualquer empresa. Em suas operações podem incidir, entre outros: (i) PIS e Cofins incidentes sobre a receita bruta; (ii) imposto de renda pessoa jurídica – IRPJ incidente sobre o lucro marginal; e (iii) Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), incidentes sobre o valor de cada movimentação financeira realizada.

Em geral, os países da América do Sul, ao alterarem suas legislações sobre o fideicomisso, tornaram mais simples as estruturas de captação de recursos lastreadas em recebíveis. A idéia, como pode ser verificada na legislação e na execução de projetos na região, foi tornar as estruturas com veículos de segregação de risco mais eficientes em termos tributários, com procedimentos menos burocráticos para a sua constituição, se comparada às SPE.

Não é necessária a constituição de uma SPE interna, nem do que se chama de um *trust offshore*.

No Brasil, somente nas operações de securitização houve avanço no desenho de estruturas de segregação de ativos mais atrativas do ponto de vista tributário, com a possibilidade de criação, a partir de 2001, dos Fundos de Investimentos sobre Direitos Creditórios (FIDC), sobre os quais não incidem: (i) PIS; (ii) Cofins; (iii) CPMF; (iv) IRPJ; (v) CSSL; e (vi) IRRF.

Muitas companhias ainda utilizam, em seus projetos de expansão de infra-estrutura, operações de empréstimos garantidos pelo penhor de créditos (caução de recebíveis). Essas operações, apesar da rápida formatação, não conseguem eliminar o risco de crédito da companhia (sob o ponto de vista do credor), o que leva as instituições de financiamento a ater-se, muitas vezes, aos limites operacionais demarcados pelas classificações de risco corporativo das empresas (*rating*), se existirem.

Além de não isolar o risco de crédito das operações, os empréstimos garantidos pelo penhor de créditos ainda punem a administração financeira das empresas e seu grau de alavancagem. Por isso, a implementação de instrumentos como o fideicomisso é importante porque, ao permitir o isolamento dos fluxos futuros, desvinculando-os do patrimônio da empresa e do administrador, permite a melhora da estrutura de capital das empresas que demandam investimentos.

Para tanto, é estritamente necessário que vários dispositivos legais brasileiros sejam revistos. É o caso, por exemplo, do artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35, de 2001, que prevê:

Art. 76. As normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos.

Parágrafo único. Para os fins do disposto no caput, permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação.

Nos projetos observados pelo BNDES em países da América do Sul, a responsabilidade pelo recolhimento dos tributos, contribuições previdenciárias e encargos trabalhistas é atribuída exclusivamente ao fideicomisso. Nem o administrador, o fiduciário, tampouco as empresas que os constituíram respondem com seu patrimônio por essas dívidas.

Outra tentativa de utilização do patrimônio de afetação como mitigador de risco veio incluída na Lei 11.079, de 30.12.04,

chamada Lei das Parcerias Público-Privadas (PPP). Ocorre que, em seu artigo 21, tal diploma legal faculta aos cotistas do Fundo Garantidor de PPP – FGP constituir patrimônio de afetação, com o fim de vincular os ativos separados a uma garantia pessoal ou real concedida pelo fundo. De acordo com a legislação, esses ativos separados do fundo não se comunicam com os demais que podem ser eventualmente utilizados em outras execuções contra o FGP. Entretanto, a lei não trata do regime de patrimônio autônomo aos ativos utilizados na *execução ou construção do projeto objeto da PPP*, como ocorre, por exemplo, em países como o Panamá e a Argentina.

Mesmo com várias leis que tratam da figura do patrimônio separado, ainda falta no Brasil autorização para transferência total dos ativos a um terceiro, o que conferiria, a esse patrimônio, capacidade para contrair obrigações e direitos.

A adoção, pela lei brasileira, da possibilidade da segregação, transferência de propriedade e administração de um acervo patrimonial completamente isolado, acompanhada de um regime tributário adequado que não iniba a utilização dessa figura jurídica, poderia ser determinante na estruturação de vários projetos de infra-estrutura no Brasil.

A viabilização de novas estruturas para a captação de recursos destinados a projetos de infra-estrutura é crucial para assegurar o crescimento econômico dos países.

Conclusão

Foi demonstrado que, em quase toda a América do Sul, a regulação do fideicomisso ou sua revisão foi determinante para a retomada de investimentos nos setores de transporte e energia ou mesmo na recuperação de empresas em dificuldades. A flexibilidade da constituição desse instrumento para a atração de investimentos, bem como as vantagens decorrentes desse modo de desintermediação, é refletida no custo total final das operações.

Um exemplo de reconhecimento da importância do instituto e de sua contribuição para o desenvolvimento dos países pode ser verificado no tratamento concedido pelo governo do Uruguai, que tem a mais recente legislação sobre o fideicomisso, publicada em 2003. O Poder Executivo daquele país, ao encaminhar o projeto ao Congresso Nacional, intitulou-o “Projeto da Lei de Facilitação do Crédito”.³⁰

Em um momento em que o acesso ao crédito e formas de sua desoneração estão sendo discutidos, é oportuno verificar a possibilidade de adoção desse regime de afetação patrimonial para determinados investimentos, que impeça que os bens e direitos

³⁰Tradução livre de Proyecto de Facilitación del Crédito.

transferidos a um administrador formem parte da garantia comum dos credores do proprietário original e do próprio administrador.

Como ocorreu na regulamentação dos fundos de investimento, também deverá ser aprovado um regime tributário adequado, para não inibir a utilização dessa nova figura jurídica.

Em um primeiro momento, seria natural que esse novo sistema alcançasse apenas operações realizadas entre particulares, como ocorreu nos países que adotaram o instituto. Eventual sinalização positiva dos investidores pode conduzir à realização, por esse canal, de parte dos investimentos em infra-estrutura necessários para conduzir o país a uma rota de crescimento sustentado.

Referências Bibliográficas

- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. "Instrumentos innovadores para el financiamiento en el Cono Sur". N. de referência RUR-110, abril de 2003.
- BARRIENTOS, Francisco José. *El fideicomiso como alternativa para la administración de empresas con problemas financieros*. San Salvador: SCP, 1981.
- CATUOGNO, Juan Luis. "El futuro del fideicomiso". *Revista Competência*, n. 367, Buenos Aires, 2006.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- Escenarios Alternativos*. Buenos Aires, Argentina, maio de 2005.
- GIACHERO, Jorge Julio Machado. *Análisis conceptual del fideicomiso uruguayo*. 2.ed. Montevideu: AEU, 2005.
- LASTRA, Manuel Gómez de. *El estado fiduciante*. Disponível em: <www.cafidap.org.ar>.
- LISOPRAWSKI, Silvio; KIPER, Claudio M. *Tratado del fideicomiso*. 2.ed. Buenos Aires: Depalma, 2004.
- MAESTRONI, Alejandro H; PRIETO, Gianni G.; FAROPPA, Fernando F. *Fideicomiso: aspectos legales, tributários y contables*. 2.ed. Montevideu: AMF, 2004.
- MOLINA, Fernando. "La hora del fideicomiso". *La Prensa*, edição eletrônica. Acesso em: 12.5.2006.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 263.
- QUINTERO, Carlos. "El fideicomiso en México: aspectos económicos y legales de su desarrollo". *Revista Felaban*, v. 22, p. 289.

RIBEIRO, Rodrigo; AISENBERG, Luis. *Tratamiento contable y tributario del fideicomiso*. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria, 2004.

RUGELES DE BEHRMAN, Marielisa. *La ley de fideicomisos venezolana: comentarios breves*.

ZAMORRA, Jorge P. *El fideicomiso en Costa Rica*, 1998.

Sites Consultados

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa. <www.cafidap.org.ar>.

Federación Latinoamericana de Bancos. <www.felaban.org>.

Presidência da República. <www.planalto.gov.br>.

Anexo

	ARGENTINA	VENEZUELA	PERU
Lei	Ley 24.441, de 9 de janeiro de 1995	Ley de Fideicomiso (1956), publicada en la Gaceta Oficial n. 496 Extraordinaria, de 17 de agosto de 1956.	Ley 26.702
Conceito Legal	"Habr� fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario." (Art. 1�)	"El Fideicomiso es una relación jurídica por la cual una persona llamada fideicomitente transfiere uno o más bienes a otra persona llamada fiduciario, quien se obliga a utilizarlo en favor de aquél o de un tercero llamado beneficiario." (Art. 1�)	"(...) una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicomitido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o de un tercero llamado fideicomisario." (Art. 1�)
Forma de Constituição	"El contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura." (Art. 2�)	"El fideicomiso que se constituya por acto entre vivos debe constar de documento auténtico. La aceptación del fiduciario debe otorgarse también en forma auténtica, en el propio acto constitutivo del fideicomiso, o en acto separado." (Art. 3�) "El fideicomiso podrá constituirse también por testamento para que tenga efecto después de la muerte del fideicomitente. En este caso, el fiduciario manifestar� su aceptación o excusa ante el Juez del fideicomiso. El fiduciario que hubiere aceptado la transferencia testamentaria de bienes a título universal, sólo responder� de las deudas hereditarias con dichos bienes y los que los sustituyan cuando al aceptar el fideicomiso, hubiere presentado un inventario de los bienes transferidos." (Art. 4�)	La constitución del fideicomiso se efectúa y perfecciona por contrato entre el fideicomitente y la empresa fiduciaria, formalizado mediante instrumento privado o protocolizado notarialmente. Cuando el contrato comporta la transferencia fiduciaria de activos mobiliarios, debe ser inscrito en la central de riesgos de la superintendencia, según lo considere el fideicomitente. Tiene también lugar por voluntad unilateral del fideicomitente, expresada en testamento. (Art. 246)
Objeto	"El fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido en alguna de las formas previstas por el Código Civil, el que contendrá al menos las enunciaci�nes requeridas por el artículo 4. En caso de que el fiduciario designado por testamento no aceptare se aplicará lo dispuesto en el artículo 10 de la presente ley." (Art., 3�)	"Los bienes transferidos y los que sustituyan a éstos, no pertenecen a la prenda común de los acreedores del fiduciario. Salvo que la Ley disponga otra cosa, éste sólo estará sujeto a cumplir con dichos bienes las obligaciones que deriven del fideicomiso o de su realización, y podrá oponerse a toda medida preventiva o de ejecución dictadas a solicitud de acreedores que procedan en virtud de créditos que no deriven del fideicomiso o de su realización." (Art. 2�)	
Prazo	"El contrato también deberá contener c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;" (Art. 4�)	"La duración del fideicomiso constituido en favor de una persona jurídica no podrá exceder de treinta años." (Art. 9�)	"El plazo máximo de duración de un fideicomiso es de treinta (30) años (...)" (Art. 251)
Fiduciário	"El fiduciario podrá ser cualquier persona física o jurídica. Sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecer� los requisitos que deban cumplir." (Art. 5�)	"Sólo podrán ser fiduciarios las instituciones bancarias y las empresas de seguros constituidas en el país, a las cuales conceda autorización para ello el Ejecutivo Nacional, por Resolución del Ministerio de Hacienda o de Fomento, respectivamente. Dicha autorización se registrará por las Disposiciones pertinentes de la Ley de Bancos o por las que dicten el Ejecutivo Nacional, para las empresas de seguros." (Art. 12)	
Extin���o	"El fideicomiso se extinguirá por: a) El cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal; b) La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo; c) Cualquiera otra causal prevista en el contrato." (Art. 25)	"El fideicomiso terminar�: 1. Por la realización del fin para el cual fue constituido, o por hacerse éste imposible; 2. Por vencimiento del término o cumplimiento de la condición resolutoria a que éste sujeto; 3. Por renuncia de todos los beneficiarios a sus derechos resultantes del fideicomiso; 4. Por la revocación hecha por el fideicomitente, cuando se hubiere reservado hacerla; 5. Por falta de fiduciario, si existe imposibilidad de sustitución." (Art.26)	

	COLÔMBIA	EQUADOR	PANAMÁ
Lei	Artículo 1.226 del Código de Comercio	Ley de Mercado de Valores, Ley 107.	Lei 1, de 5 de janeiro de 1984
Conceito Legal	<p>La fiducia mercantil es un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.</p> <p>– Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario. Sólo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán tener la calidad de fiduciarios.</p>	<p>3. DEFINICIÓN DE LOS NEGOCIOS FIDUCIARIOS</p> <p>Ley de Mercado de Valores, Ley 107. RO/367 de 1998 (23 de julio) TÍTULO XV, Del fideicomiso mercantil y encargo fiduciario:</p> <p>Artículo 109: Del contrato de fideicomiso mercantil. Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.</p> <p>Artículo 112: De los negocios fiduciarios. Negocios fiduciarios son aquéllos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos para que ésta cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero. Si hay transferencia de la propiedad de los bienes el fideicomiso se denominará mercantil, particular que no se presenta en los encargos fiduciarios, también instrumentados con apoyo en las normas relativas al mandato, en los que sólo existe la mera entrega de los bienes.</p>	<p>"El fideicomiso es un acto jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente transfiere bienes a una persona llamada fiduciario para que los administre o disponga de ellos en favor de un fideicomisario o beneficiario, que puede ser el propio fideicomitente." (Art. 1º)</p>
Forma de Constituição	<p>Artículo 1.228 del Código de Comercio: La fiducia constituida entre vivos deberá constar en escritura pública registrada según la naturaleza de los bienes. La constituida mortis causa, deberá serlo por testamento</p> <p>Artículo 1º del Decreto 847 de 1993: Los contratos de fiducia mercantil que celebren las sociedades fiduciarias no requerirán de la solemnidad de la escritura pública cuando los bienes fideicomitados sean exclusivamente bienes muebles.</p> <p>1.2. Requisitos y contenido: Los tipos o modelos de contrato deben ceñirse a las normas que regulan el negocio fiduciario y a las demás disposiciones imperativas aplicables. Así mismo, se evitará consignar cláusulas que desnaturalicen el negocio fiduciario, desvien su objeto original, o se traduzcan en menoscabo ilícito de algún derecho ajeno. Debe recordarse que, tratándose de contratos de adhesión, las cláusulas ambiguas se interpretarán a favor del fideicomitente y/o beneficiario.</p> <p>1.3. Redacción y presentación: Los contratos deben redactarse en términos sencillos, de forma tal que sean de fácil comprensión para los usuarios; los caracteres tipográficos deben ser fácilmente legibles y reflejar con claridad, fidelidad y precisión las condiciones jurídicas y económicas que se deriven del contrato.</p>	<p>Artículo 120: Contenido básico del contrato. El contrato de fideicomiso mercantil o de encargos fiduciarios deberá contener por lo menos lo siguiente:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Requisitos mínimos: a) La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios. b) Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros. c) La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios. d) Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario. e) Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión. f) La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato. g) Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil. h) Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto. i) Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil. 	<p>"La voluntad de constituir el fideicomiso deberá declararse expresamente y por escrito. En consecuencia, no valdrán como fideicomisos los verbales, presuntos o implícitos." (Art. 4º)</p> <p>"Puede constituirse fideicomiso para cualesquiera fines que no contravengan a la moral, las leyes o el orden público." (Art. 5º)</p>

	COLÓMBIA	EQUADOR	PANAMÁ
Objeto	<p>Artículo 1.227 del Código de Comercio: Los bienes objeto de la fiducia no forman parte de la garantía general de los acreedores del fiduciario y sólo garantizan las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida.</p> <p>Artículo 1.233 del Código de Comercio: Para todos los efectos legales, los bienes fideicomitidos deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que correspondan a otros negocios fiduciarios. Forman un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto constitutivo.</p> <p>Artículo 1.238 del Código de Comercio: Los bienes objeto del negocio fiduciario no podrán ser perseguidos por los acreedores del fiduciante, a menos que sus acreencias sean anteriores a la constitución del mismo. Los acreedores del beneficiario solamente podrán perseguir los rendimientos que reporten dichos bienes. El negocio fiduciario celebrado en fraude de terceros podrá ser impugnado por los interesados.</p>	<p>Artículo 118: Naturaleza individual y separada de cada fideicomiso mercantil. El patrimonio autónomo que se origina en virtud del contrato de fideicomiso mercantil es distinto de los patrimonios individuales del constituyente, del fiduciario y beneficiario, así como de otros fideicomisos mercantiles que mantenga el fiduciario.</p> <p>Artículo 118: Naturaleza individual y separada de cada fideicomiso mercantil. El patrimonio autónomo que se origina en virtud del contrato de fideicomiso mercantil es distinto de los patrimonios individuales del constituyente, del fiduciario y beneficiario, así como de otros fideicomisos mercantiles que mantenga el fiduciario.</p> <p>Cada fideicomiso mercantil como patrimonio autónomo que es, estará integrado por los bienes, derechos, créditos, obligaciones y contingentes que sean transferidos en fideicomiso mercantil o que sean consecuencia del cumplimiento de la finalidad establecida por el constituyente. Consecuentemente, el patrimonio del fideicomiso mercantil garantiza las obligaciones y responsabilidades que el fiduciario contraiga por cuenta del fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades previstas en el contrato.</p> <p>Por ello y dado a que el patrimonio autónomo tiene personalidad jurídica, quienes tengan créditos a favor o con ocasión de actos o contratos celebrados con un fiduciario que actuó por cuenta de un fideicomiso mercantil, sólo podrán perseguir los bienes del fideicomiso mercantil del cual se trate mas no los bienes propios del fiduciario.</p>	<p>"El fideicomiso puede ser constituido sobre bienes determinados o sobre todo o parte de un patrimonio" (Art. 3º)</p>
Prazo	Veinte años.	<p>El fideicomiso mercantil tendrá un plazo de vigencia o podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a ochenta años, salvo los siguientes casos:</p> <p>a) Si la condición resolutoria es la disolución de una persona jurídica.</p> <p>b) Si los fideicomisos son constituidos con fines culturales o de investigación, altruistas o filantrópicos, tales como los que tengan por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación científica o difusión de cultura, o de aliviar la situación de los interdictos, los huérfanos, los ancianos, minusválidos y personas menesterosas, podrán subsistir hasta que sea factible cumplir el propósito para el que se hubieren constituido.</p>	
Fiduciario	<p>Artículo 1.226 del Código de Comercio:Sólo los establecimientos de crédito y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán tener la calidad de fiduciarios.</p>	<p>Ley de Mercado de Valores, Ley 107. RO/367 de 1996 (23 de julio), TÍTULO XIV, De los inversionistas institucionales, CAPÍTULO III, De las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos,</p> <p>Artículo 97: Del objeto y constitución. Las administradoras de fondos y fideicomisos deben constituirse bajo la especie de compañías o sociedades anónimas. Su objeto social está limitado a:</p> <p>a) Administrar fondos de inversión.</p> <p>b) Administrar negocios fiduciarios, definidos en esta ley.</p> <p>c) Actuar como emisores de procesos de titularización.</p> <p>d) Representar fondos internacionales de inversión.</p> <p>Para ejercer la actividad de administradora de negocios fiduciarios y actuar como emisora en procesos de titularización, deberán sujetarse a las disposiciones relativas a fideicomiso mercantil y titularización que constan en esta ley.</p>	<p>"Podrán ser fiduciarios las personas naturales o jurídicas. Las personas de derecho público podrán transferir o retener bienes en fideicomiso, mediante declaración hecha con las formalidades de esta ley." (Art. 19)</p>

	COLÔMBIA	EQUADOR	PANAMÁ
Extinção	<p>Artículo 1.240 del Código de Comercio: Son causas de extinción del negocio fiduciario, además de las establecidas en el Código Civil para el fideicomiso, las siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Por haberse realizado plenamente sus fines. 2. Por la imposibilidad absoluta de realizarlos. 3. Por expiración del plazo o por haber transcurrido el término máximo señalado por la ley. 4. Por el cumplimiento de la condición resolutoria a la cual esté sometido. 5. Por hacerse imposible, o no cumplirse dentro del término señalado, la condición suspensiva de cuyo acaecimiento pende la existencia de la fiducia. 6. Por la muerte del fiduciante o del beneficiario, cuando tal suceso haya sido señalado en el acto constitutivo como causa de extinción. 7. Por disolución de la entidad fiduciaria. 8. Por acción de los acreedores anteriores al negocio fiduciario. 9. Por la declaración de la nulidad del acto constitutivo. 10. Por mutuo acuerdo del fiduciante y del beneficiario, sin perjuicio de los derechos del fiduciario. 11. Por revocación del fiduciante, cuando expresamente se haya reservado ese derecho. 	<p>Artículo 134: Terminación del fideicomiso mercantil. Son causas de terminación del fideicomiso mercantil o del encargo fiduciario, además de las previstas en el contrato constitutivo, las siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> a) El cumplimiento de la finalidad establecida en el contrato. b) El cumplimiento de las condiciones. c) El cumplimiento o la falla de la condición resolutoria. d) El cumplimiento del plazo contractual. e) La imposibilidad absoluta de cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo. f) La sentencia ejecutoriada dictada por autoridad judicial competente o el laudo arbitral, de conformidad con la ley. g) La rescisión del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que no afecte los derechos del constituyente, de los constituyentes adherentes, del beneficiario, de acreedores del fideicomiso mercantil o de terceros. h) La quiebra o disolución del fiduciario, siempre que no exista sustituto 	<p>"El fideicomiso se extingue:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Por el cumplimiento de los fines para los cuales fue constituido; 2. Por hacerse imposible su cumplimiento; 3. Por renuncia o muerte del beneficiario, sin tener sustituto; 4. Por pérdida o extinción total de los bienes del fideicomiso; 5. Por confundirse en una sola persona la calidad de único beneficiario con la de único fiduciario; y 6. Por cualquier causa establecida en el instrumento de fideicomiso o en esta Ley." (Art. 33)